

CEMENTOS ARGOS S.A.S.
 BVC: CEMARGOS

Cobertura continúa

Fecha de Valoración: 8 de septiembre de 2015

Recomendación: MANTENER



Precio de la Acción y Valor del IGBC

Se recomienda mantener la acción hasta tanto no se tengan noticias definitivas del ajuste del presupuesto de la nación y sus repercusiones en la construcción de las obras de cuarta generación.

Nuestro precio esperado a alcanzar en diciembre de 2015 es de: COP\$9.500

Tabla de Valoración con los datos financieros más destacados

Millones de pesos colombianos	2014	2015	2016	2017	2018	2019
EBITDA	1.010.787	1.534.601	1.748.403	1.999.850	2.295.619	2.643.573
UODI	444.348	729.183	844.492	961.193	1.112.232	1.516.362
WACC	7,83%	7,77%	7,86%	7,94%	8,11%	8,47%
FCL	(1.102.766)	943.655	858.965	933.698	1.035.172	1.380.789
ROE	6,18%	4,71%	5,45%	6,14%	6,88%	9,65%
ROA	3,50%	2,75%	3,23%	3,66%	4,21%	5,94%
ROIC	4,16%	3,32%	3,97%	4,67%	5,37%	7,66%

Capitalización del Mercado, datos financieros y accionarios

Capitalización Bursátil: 11.343.972.253.500 equivalente a USD\$ 361.503.268

Acciones en Circulación: 1.151.672.310

Volumen Promedio diario DEL ÚLTIMO AÑO: 537.070

Bursatilidad: Alta

Participación índice: COLCAP 4,87%

Cotiza en: BVC

Beta: 0,91

Rango último año: \$ 10.940- \$ 9.840

Apreciación global de la Compañía

Localización: Colombia, Estados Unidos, Haití, Panamá, República Dominicana, Honduras, Guayana Francesa y Surinam

Industria: Cementera

Descripción: Compañía multinacional productora y comercializadora de cemento y concreto

Productos y servicios: Cemento, concreto y agregados

Sitio web de la Compañía: <http://www.argos.co/>

Analistas:

Edwin Alexander Africano

Jairo Alonso Lemus

Directora de la Investigación de Inversión:

Sandra Constanza Gaitán Riaño

Asesor de Investigación:

Luis F. Mondragón T.

DESEMPEÑO DEL PRECIO ACCIONARIO

Gráfica 1. Precio de la acción de Cementos Argos durante 5 años



Fuente: Bloomberg

RESUMEN DE LA INVERSIÓN

La recomendación de mantener la acción de Cementos Argos se fundamenta en la incertidumbre actual acerca de los ajustes al Presupuesto General de la Nación por la significativa caída del precio del petróleo de un 49% desde el mes de septiembre del año 2014, y las repercusiones que esto tendrá en la dinámica de las obras viales de cuarta generación durante el próximo año en Colombia.

Es importante estar atentos al comportamiento de la economía de Estados Unidos dado la relación directa que tiene el sector cementero con los movimientos de la misma. Por otro lado, los países de las filiales en Centroamericana y Caribe no son productores de petróleo y han gastado menos divisas para comprar combustibles por lo que no verán afectados los ingresos del presupuesto nacional. Se prevé que podrán elevar el gasto en vivienda y obras públicas incrementando la demanda de cemento y concreto.

TESIS DE INVERSIÓN

Tras realizar la valoración de Cementos Argos S.A.S. por el método de Flujo de Caja Libre Descontado se emite una recomendación de mantener la acción hasta que no se

reduzca la incertidumbre acerca de la consecución de los recursos públicos necesarios para el desarrollo de las obras en materia de infraestructura que se pretenden hacer por parte del Gobierno Nacional en materia de cuarta generación.

Es importante señalar que la compañía tiene grandes oportunidades en Colombia en materia de remodelación de aeropuertos, acueductos y centros educativos. El consumo de cemento anual per cápita es de 250 kg por lo que se considera que no es un mercado saturado y por el contrario hay espacio para el crecimiento, además de la creciente demanda de otros materiales para la construcción.

Por otro lado, la recuperación de la economía de Estados Unidos ha repercutido en resultados favorables para la compañía por lo que un mayor crecimiento del producto interno bruto estadounidense para el próximo año implicaría un mayor precio de la acción.

VALORACIÓN

El valor de cualquier empresa puede calcularse a través de los flujos de caja libre esperados durante un período determinado – usualmente cinco años- descontándolos con el costo promedio ponderado de capital (wacc), el cual tiene inmerso el riesgo asociado a dichos flujos.

Por ser uno de los métodos más utilizados y el que permite tener en cuenta variables endógenas y exógenas a la empresa, la valoración de Cementos Argos se desarrolló bajo la metodología De Flujo de Caja Libre Descontado.

A continuación se presenta el análisis de sensibilidad del precio de la acción respecto a variación en las variables del wacc y el gradiente de crecimiento a perpetuidad. Se puede observar que ante variaciones adversas del gradiente de crecimiento y el wacc la empresa tendrá un valor mínimo de COP\$5.950, por su parte ante variaciones favorables de las variables anteriormente mencionadas la empresa tendrá un valor máximo de COP\$16.680.

Tabla 1. Análisis de sensibilidad del precio de la acción ante variaciones del wacc y “g”

		wacc				
		-1,00%	-0,50%	Base	0,50%	1,00%
g	-1,00%	10.072,90	8.801,45	7.714,56	6.774,54	5.953,35
	-0,50%	11.259,71	9.782,01	8.535,91	7.470,65	6.549,31
	Base	12.692,01	10.946,39	9.498,04	8.276,64	7.232,46
	0,50%	14.454,75	12.351,61	10.640,52	9.220,78	8.023,46
	1,00%	16.677,19	14.081,03	12.019,33	10.341,90	8.950,04

Fuente: Elaboración propia

A su vez, se realizó un análisis de sensibilidad del precio de la acción ante variaciones del wacc y el CAPEX. Se puede observar que ante variaciones adversas del wacc y el CAPEX el precio mínimo de la acción es de COP\$7.001 y ante variaciones favorables de ambas variables el precio máximo de la empresa sería de COP\$12.996.

Tabla 2. Análisis de sensibilidad del precio de la acción ante variaciones del wacc y el CAPEX

		wacc				
		-1,00%	-0,50%	Base	0,50%	1,00%
CAPEX	-10%	12.966,15	11.206,90	9.747,23	8.516,29	7.463,95
	-5%	12.829,08	11.076,64	9.622,63	8.396,47	7.348,21
	Base	12.692,01	10.946,39	9.498,04	8.276,64	7.232,46
	5%	12.554,94	10.816,13	9.373,44	8.156,81	7.116,72
	10%	12.417,87	10.685,88	9.248,84	8.036,99	7.000,97

Fuente: Elaboración propia

VALORACION POR MULTIPLOS

Con el fin de fortalecer la valoración de Cementos Argos se realizó el análisis comparativo de la metodología de Flujo de Caja Libre Descuento con la metodología de Múltiplos la cual permite cotejar los resultados de la empresa con compañías del mismo sector.

Los múltiplos analizados son EV/EBITDA, Precio / Valor en libros (P/VL), Dividend Yield y Relación Precio Ganancia (RPG).

Tabla 3. Valoración por Múltiplos

Nombre de la compañía	EV/EBITDA	P/VL	RPG	DIVIDEND YIELD
Vulcan Materials CO	13,00	2,96	96,72	0,40%
Ultratech Cement Lt	11,89	4,10	38,01	0,31%
Martin Marietta Mat	11,25	2,52	42,76	1,03%
Dangote Cement PLC	9,28	4,67	14,88	3,66%
Sika Ag-Br	8,86	3,59	17,11	2,33%
Lafarge S.A.	8,80	1,14	-	2,12%
USG CORP	8,25	8,04	21,23	-
CEMEX	8,10	1,24	-	-
Promedio	8,84	2,63	30,65	1,85%
Cementos Argos	11,23	1,89	35,68	1,79%
Precio teórico	7.758,59	14.090	6.480	9.621

Fuente: Bloomberg

Una vez calculado el valor teórico por múltiplos financieros se aprecia que el precio teórico para los múltiplos P/VL y Dividend Yield dan por encima del precio de la valoración realizada mientras que el precio teórico para EV/EBITDA y RPG dan por debajo.

ANÁLISIS DE LA INDUSTRIA

La industria cementera en Colombia presenta una situación de mercado oligopólica con barreras a la entrada de jugadores, altas inversiones iniciales y un producto poco diferenciado. Está caracterizada por un crecimiento continuo durante los últimos años debido al buen comportamiento del sector de la construcción. Esta situación ha permitido que Colombia se posicione en el tercer lugar de productores de cemento a nivel regional, por debajo de Brasil y México.

Mucho se ha acusado a este sector de no estar regulado y de beneficiarse de su posición oligopólica sin embargo las entidades encargadas de realizar control son el Ministerio de Ambiente y Desarrollo Sostenible, la Superintendencia de Industria y Comercio y el Ministerio de Minas y Energía.

El comportamiento de la producción de cemento gris para el año 2014 alcanzó las 12,3 millones de toneladas, representando un aumento del 10,2% con relación al año anterior. Por su parte, los despachos al mercado nacional fueron de 11,9 millones de toneladas, representando un incremento del 10,3%. Cementos Argos tiene una participación en el mercado nacional del 50% convirtiéndolo en el principal productor de cemento en Colombia.

Factores macroeconómicos como el Producto Interno Bruto, las tasas de interés, la inversión, la devaluación, el gasto público y la inflación afectan el desempeño de la industria cementera. Se espera una un aumento en la demanda de cemento y concreto en el corto y mediano plazo debido a la política del gobierno en cuanto a construcción de vivienda gratis y social, construcción de mega obras viales y de infraestructura. En cuanto al sector de vivienda se tiene previsto la construcción de 400.000 viviendas en todo el país, 23 departamentos ya tienen definido su plan de acción en materia de vivienda; por su parte, se tiene previsto inversiones por más de 50 billones de pesos en materia de infraestructura.

DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA

1. Historia, localización e infraestructura.

La compañía fue fundada en la ciudad de Barranquilla (Colombia) en 1994 bajo el nombre de Cementos del Caribe S.A. y con el objetivo principal de producir cemento. Coexistió en el mercado con empresas como: Colclinker, Cementos del Valle, Cementos el Cairo, Cementos Ríoclaro, Cementos Paz del Río, Tolcemento y Cementos del Nare. Años después Cementos Argos S.A., accionista mayoritario de Cementos del Caribe S.A. adquiere la participación mayoritaria de estas empresas conservando la independencia operacional de cada una de ellas.

En 1950 la compañía inicia su proceso de exportación logrando la expansión del negocio a través de adquisiciones estratégicas. De esta forma se cuenta con operaciones en 11 países y se exporta a más de 40 países ubicados en el Caribe, y Centro América.

A finales de los años 90 y principios del 2,000 estratégicamente la compañía inicia una etapa de expansión incursionando en países como Panamá, República Dominicana, Haití y otros del Caribe a través de joint ventures con Holcim Ltd.

En 2005 se emprende una reorganización corporativa bajo las siguientes estrategias:

- i. Siete empresas donde se tenía porcentaje mayoritario fueron absorbidas a través de fusión.
- ii. Se produjo el cambio de nombre a Cementos Argos S.A. y el accionista principal adoptó el nombre de Inversiones Argos S.A. (hoy Grupo Argos S.A.).
- iii. Se produjo la fusión de las subsidiarias de concreto premezclado con Concretos Argos S.A.

Al mismo tiempo se definió la expansión de las operaciones a través de adquisiciones en Estados Unidos logrando operaciones en Arkansas, Carolina del Sur, Georgia y Texas. En el 2006 obtuvieron la totalidad de las acciones de Cemento Andino S.A. y con la adquisición de Southern Equipment Company Inc se incursionó en los mercados de Carolina del Norte y Virginia.

En 2009 se continúa con el plan estratégico de expansión y se logra la participación de Holcim en el joint venture caribeño así como la totalidad de las acciones en Caricement Antilles N.V. la cual tenía participación en terminales en todo el Caribe.

En 2010 a través de la adquisición de la mitad del porcentaje de participación de C.Kersten en Co. N.V. se llega a Surinam. Durante el 2011 se adquiere algunos activos de Lafarge en Estados Unidos lo que llevó a la empresa a tener una producción de integración vertical en el sureste del país norteamericano. En el 2012 se afianza la operación de las plantas de concreto en Panamá, República Dominicana, Haití y Surinam, teniendo un total de 143 camiones mezcladores, 14 plantas de producción y 16 equipos de bombeo.

En 2013 atendiendo la aprobación de la Asamblea General de Accionistas, se procedió con la emisión y colocación de acciones preferenciales y sin derecho a voto cuyo precio de suscripción fue de \$7.700 por acción preferencial. Además se adquirió el 53,28% de las acciones de la sociedad Argos Honduras S.A. lo que permitió obtener una planta integrada de cemento, una molienda y acceso a puertos en San Lorenzo.

2. Análisis FODA: Fortalezas, oportunidades, debilidades y amenazas.

Tabla 3. Análisis FODA

Debilidades	Oportunidades
<p>Los altos costos de transporte afecta la competitividad de la compañía. El costo de transportar una tonelada por kilómetro se duplica en Colombia si la comparamos con la región.</p> <p>Comportamiento de las ventas estrechamente ligado a la situación económica de los países compradores.</p>	<p>Estabilidad y crecimiento de la economía colombiana que se traduce en aumento del consumo de cemento per cápita, incremento de ingresos fiscales y mayor competitividad del país.</p> <p>Impulso al desarrollo de vivienda a través de la destinación por parte del Gobierno Nacional de mayores recursos para la construcción de Viviendas de Interés Social (VIS) y la promoción de programas de vivienda para todos los estratos</p> <p>El gobierno invierte 3,3% del PIB anual en infraestructura y vivienda, que se traducen en COP\$6,47 Bns</p>
Fortalezas	Amenazas
<p>Empresa líder en el sector la cual cuenta con una amplia estructura logística y operacional a nivel nacional e internacional.</p> <p>Empresa líder en capacidad instalada de y mercado de cemento así como en despachos de concreto</p> <p>Localización estratégica que le permite desarrollar producción de integración vertical</p> <p>Miembro de Dow Jones Sustainability Indices, el cual es principal referente mundial del desempeño de compañías líderes en sostenibilidad corporativa.</p>	<p>El ritmo lento de la reactivación de la economía norteamericana podría llegar a impactar negativamente la demanda de cemento y concreto de otros países.</p> <p>Aumento del consumo de bienes sustitutos del cemento como el Drywall y asfalto laminado</p>

Fuente: Elaboración propia

3. Productos y servicios.

Dentro del portafolio de la compañía se encuentran los siguientes productos:

- Cemento
- Concreto
- Agregados

4. Estrategia

El modelo de negocio de la Compañía de Cementos Argos S.A. está basado en el reconocimiento y entendimiento de las necesidades de sus clientes. Para ello han definido la segmentación de los mismos con el fin de dar respuesta a sus necesidades específicas avanzando más allá del ofrecimiento de un mero producto.

La compañía tiene entre otras características el respeto a la diversidad, la dignidad del equipo humano que conforma la empresa, responsabilidad con el medio ambiente y reinención e innovación continua. Estas características son la base de la estrategia corporativa las cuales propenden por el crecimiento y la permanencia del negocio. La compañía trabaja bajo los siguientes pilares:

5. Desarrollos recientes

En agosto de 2013, se incurre en labores concernientes a la cal y al óxido de cal al constituirse Caltek S.A.S., fruto de la alianza estratégica con Calidra de Oriente S.A. de C.V. donde se participa con 50% sobre el total.

En septiembre de 2014 socializa el proyecto de ampliación en Colombia consistente en una nueva planta de cemento en el centro del país. Su localización estratégica permitirá a la compañía atender el mercado de la capital y la creciente demanda del centro del país. Se espera que la inversión de USD\$450 millones sea apalancada con generación interna de fondos, se generen 2.250 nuevos empleos y la nueva planta cumplirá con altos estándares internacionales en materia de medio ambiente¹.

6. Análisis de los Competidores

Cementos Argos S.A. compite en el mercado colombiano con cuatro grandes jugadores:

- Cemex Colombia: es una filial de Cemex México, con sede en la ciudad de Bogotá y fundada en el año de 1995. Su actividad económica es la producción de cemento, mortero seco y concreto, su capacidad productiva es de 3.6 millones de toneladas al año ya que cuenta con cuatro plantas productoras de cemento y 27 plantas productoras de concreto.
- Holcim Colombia S.A.: pertenece al grupo suizo Holcim, con liderazgo en la industria cementera a nivel mundial, presente en más de 70 países. Dentro de su portafolio se encuentra la producción de cemento, concreto y agregados. Su capacidad de producción es de 1.85 toneladas por año.
- Cementos del Oriente S. A.: Ubicada en Sogamoso (Boyacá), dedicada a la producción de cemento portland tipo I, inició su proceso de producción en el año 2003. Tiene una capacidad de producción de 30.000 Toneladas por año.
- Cementos Tequendama S. A.: Inicia producción de cemento en el año 2008. Ubicada en Suesca (Cundinamarca) tiene una capacidad de producción de

¹ Cementos Argos. Proyecto de ampliación en el centro de Colombia. Septiembre de 2014

475.000 Toneladas anuales.

DESEMPEÑO DE LA ADMINISTRACIÓN Y ANTECEDENTES

La Junta Directiva de Cementos Argos está compuesta por siete miembros elegidos bajo sistema electoral por períodos de tres años, reelegibles indefinidamente y sin posibilidad de suplentes. Se constituyen en el máximo órgano direccional de la compañía así como la unión con los accionistas e inversionistas.

Para la elección de los miembros de la Junta Directiva, la Asamblea tiene en cuenta aspectos como la experiencia en participación en otras Juntas Directivas, aportes que se puedan realizar a la compañía desde la formación profesional, capacidad de trabajar en el entorno internacional, entre otros criterios establecidos en el Código de Buen Gobierno. Al menos uno de los miembros debe tener conocimiento en el área de finanzas y/o control interno.

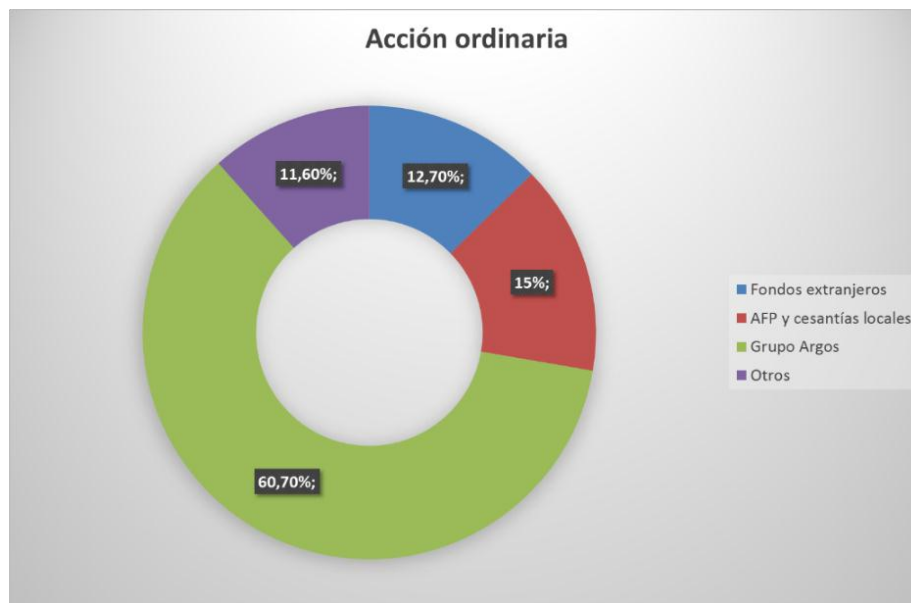
De acuerdo al Código de Buen Gobierno el 50% de los miembros elegidos deben tener la condición de independientes. Con esta disposición se busca reducir que se presente situaciones donde existan conflictos de interés. En cuanto a la remuneración de los miembros de la junta directiva, ésta es establecida por la Asamblea de Accionistas quien tiene en cuenta responsabilidades, tiempo de dedicación, experiencia así como el perfil profesional de cada uno de los miembros. Los directivos pueden recibir como compensación a su remuneración acciones de la empresa sin que el porcentaje de participación en su poder sea mayor al 1%.

ANÁLISIS DEL ACCIONISTA

1. Principales accionistas

La compañía tiene 1.151.672.310 acciones ordinarias en circulación. De las cuales el 60,70% pertenecen al Grupo Argos, el 15% a AFP y cesantías locales, el 12,70% a fondos extranjeros y el 11,60% a otros.

Gráfico 2. Principales accionistas de Cementos Argos S.A.



Fuente: Cementos Argos S.A.

Los principales accionistas de Cementos Argos S.A. de acuerdo a su porcentaje de participación son: Grupo Argos que participa con el 60,70% del total, Administradoras de Fondos y Cesantías Locales que ocupan el segundo lugar al tener un porcentaje de participación del 15%, en tercer lugar se encuentra Fondos Extranjeros que cuenta con el 12,70% y por último otros que tiene una participación del 11,60%.

2. Dada su transabilidad en el mercado Cementos Argos presente una liquidez accionaria: Alta

3. Política de Dividendos

La asamblea de accionistas de Cementos Argos se reúne durante los tres primeros meses del año para determinar el valor del dividendo a repartir. La base del pago se calcula de la utilidad líquida de acuerdo a los estados financieros El pago de dividendos sólo se realiza después de deducir la reserva legal.

RIESGOS DE INVERSIÓN

I. Reducción de la utilidad esperada y/o del porcentaje de participación del mercado a causa de problemas con la cadena de abastecimiento que impidan la atención a la demanda. Es el riesgo de no contar con la capacidad productiva necesaria para atender la demanda en las zonas donde la compañía opera sin que se perjudique la utilidad proyectada y la participación en el mercado. Para mitigar este riesgo la compañía cuenta con reservas mineras que garantizan la operación futura, proyectos en funcionamiento que buscan el fortalecimiento de la infraestructura y la

producción y estrategias de planeación en materia de infraestructura operativa y cadena de suministros en el corto y largo plazo.

- II. Negación, penalidades o inhabilitación de licencias, permisos, certificaciones o concesiones necesarias para el funcionamiento del negocio por disposiciones legales, mineras o ambientales. La sostenibilidad de Cementos Argos depende del cumplimiento de las normas y estándares en esta materia por lo que la compañía asegura su cumplimiento a través de la designación de agrupaciones interdisciplinarias que constantemente monitorean los porcentajes de cumplimiento y permiten tomar decisiones sobre el particular.
- III. Vulnerabilidad de la seguridad de trabajadores, activos e instalaciones. Este riesgo está relacionado con los riesgos de seguridad industrial, ocupacional y física. La seguridad constituye uno de los pilares fundamentales de la compañía por lo que ha desarrollado protocolos de autocuidado y de uso de elementos de protección personal. De igual forma, se cuenta con planes de emergencia para dar respuesta rápida y oportuna a posibles situaciones de riesgo que se presenten en la operación.
- IV. Afectaciones ambientales por el desarrollo de la operación de la compañía. En este ítem se incluye la afectación negativa que pueda producirse en el uso del suelo, en la biodiversidad, en los recursos hídricos y en el aire. Cementos Argos sabe que la operación del negocio genera impactos negativos en el medio ambiente por tal motivo ha diseñado una Política Ambiental que tiene en cuenta esquemas de prevención, corrección, mitigación y compensación de estos impactos negativos.
- V. Perjuicio de la disponibilidad, confiabilidad, integridad o confidencialidad de la información de la compañía, sus clientes o proveedores. La compañía implementa estrategias de replicación de datos en línea, aseguramiento, cifrado y gestión documental centralizada.
- VI. Daños en la imagen ante los stake-holders. Para mitigar este riesgo la compañía ha diseñado estrategias para evitar y manejar crisis ante diversos contextos, relaciones con grupo de interés y atenuación de riesgos internos con un gran impacto en la reputación.
- VII. Riesgo de mercado. Está relacionado a las afectaciones negativas que puedan producirse en el mercado por razón del ingreso de nuevos competidores, aumento en la participación de la competencia existente, importaciones, estrategias de precio y/o aparición de productos sustitutos. La compañía continuamente realiza monitoreo al comportamiento del mercado, estrategias comerciales y planes de expansión con el fin de cumplir con las metas de crecimiento y mantener el porcentaje de participación en el mercado. Cementos Argos cuenta con una Política de Competencia la cual promueve el cumplimiento de los principios económicos el Programa de Ideación que desarrolla productos y procesos innovadores con el fin de fortalecer la posición en el mercado.
- VIII. Situaciones geopolíticas globales, regionales y por país. Se refiere a situaciones sociopolíticas esperadas o inesperadas que pueden generar impacto negativo en las operaciones del negocio. Por esta razón la compañía trabaja continuamente en

el fortalecimiento de las relaciones con autoridades y gremios de tal forma que Cementos Argos pueda reaccionar rápidamente ante estas situaciones.

- IX. Riesgos relacionados con variables macroeconómicas y financieras. Se hace referencia al impacto que se pueda producir ante movimientos de las variables macroeconómicas de los países donde tiene presencia la compañía y las decisiones financieras que se tomen para interactuar en los mercados. Cementos Argos mitiga este riesgo conservando una estructura de capital sólida a la cual se le hace permanentemente análisis de sensibilidad de las principales variables financieras y a través del monitoreo constante de los mercados.
- X. Riesgos asociados a desastres naturales. La compañía cuenta con una operación productiva y logística que le permite tener maniobrabilidad para atender a los clientes desde distintos puntos de producción y distribución y recuperarse con rapidez ante un eventual desastre natural.

EVOLUCIÓN HISTÓRICA Y PROYECCIONES FINANCIERAS

1. Supuestos de Operación

Los ingresos históricos de Cementos Argos muestran un crecimiento continuo con tendencia al futuro explicado por el crecimiento en infraestructura tanto en Colombia como en las filiales de Estados Unidos, Centro América y el Caribe. Los costos, gastos de administración y gastos de ventas también tienen la misma tendencia al calcularse como un porcentaje de participación de los ingresos.

Cifras expresadas en millones de pesos colombianos				
Año	Ingresos	Costos	Gastos de administración	Gastos de ventas
2014	5.802.885,00	4.468.032,00	449.955,00	211.643,00
2015	6.832.538,23	5.347.233,28	514.788,80	269.737,96
2016	8.044.891,22	6.296.036,51	606.131,98	317.599,77
2017	9.472.361,91	7.413.193,63	713.682,92	373.954,09
2018	11.153.120,36	8.728.577,05	840.317,50	440.307,81
2019	13.132.109,49	10.277.359,69	989.421,89	518.435,22

Fuente: Elaboración propia

2. Supuestos de Inversión

La compañía no ha anunciado grandes planes de expansión por lo que se proyectó una inversión en propiedad, planta y equipo de acuerdo al crecimiento histórico.

Propiedad planta y equipo neto	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Propiedad planta y equipo bruta	8.427.218	8.511.490	8.596.605	8.682.571	8.769.396	8.857.090
Depreciación	337.532	339.219	340.916	342.620	344.333	346.055
Propiedad planta y equipo neto	5.511.420	8.172.270	8.255.689	8.339.951	8.425.063	8.511.035

Fuente: Elaboración propia

3. Capital de Trabajo

Al pronosticarse un crecimiento continuo en las ventas, las partidas de cuentas por cobrar, inventarios, cuentas por pagar sufren la misma tendencia.

KTNO	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Efectivo	502.583	412.015	485.122	571.201	672.554	791.890
C x C	1.116.325	1.312.693	1.545.615	1.819.866	2.142.780	2.522.990
Inventario	588.404	599.572	705.959	831.224	978.714	1.152.376
C x P	887.714	964.206	1.135.293	1.336.738	1.573.926	1.853.200
KTNO	1.319.598	1.360.074	1.601.403	1.885.553	2.220.122	2.614.056

Fuente: Elaboración propia

4. Hipótesis financieras

La compañía no ha anunciado aumento en su deuda en los próximos años por lo que se proyectó un D/E ratio descendiente durante los próximos cinco años.

Año	D/E Ratio
2014	0,77
2015	0,71
2016	0,69
2017	0,68
2018	0,63
2019	0,63

Fuente: Elaboración propia

5. Impuestos

Para el cálculo del valor de los impuestos se tomó en cuenta el impuesto de renta, la variación esperada del impuesto para la equidad Cree y la sobretasa al Cree.

Año	Impuestos
2014	342.567,09
2015	552.322,30
2016	663.769,96
2017	812.294,76
2018	976.184,62
2019	965.005,49

Fuente: Elaboración propia

FUENTES DE INFORMACIÓN CONFIABLES

- Página web Cementos Argos S.A. Disponible en: <http://www.argos.co/>
- Departamento Administrativo Nacional de Estadística – DANE. Disponible en: <http://www.dane.gov.co/>
- Super Intendencia Financiera. Disponible en: <https://www.superfinanciera.gov.co>
- Bolsa de Valores de Colombia (BVC).
- Superintendencia Financiera
- Bloomberg.
- Standard & Poor's. Calificadora de riesgo.
- Moody's. Calificadora de riesgo.
- Fitch. Calificadora de riesgo.
- Duff & Phelps

Balance general consolidado (millones de pesos colombianos)	NOTAS	2012	2013	2014
ACTIVOS				
ACTIVO CORRIENTES				
Disponible		155.106,00	366.769,00	502.583,00
Inversiones Negociables	5	1.759,00	161.244,00	30.254,00
Deudores neto	6	796.519,00	826.294,00	1.116.325,00
Inventario Neto	7	355.379,00	402.435,00	588.404,00
Gastos pagados por anticipado		24.910,00	28.240,00	47.799,00
TOTAL ACTIVOS CORRIENTES		1.333.673,00	1.784.982,00	2.285.365,00
ACTIVOS NO CORRIENTES				
Deudores a largo plazo	6	39.718,00	40.254,00	38.131,00
Inversiones permanentes	8	145.095,00	145.898,00	144.670,00
Propiedad, Planta y equipo neto	9	3.779.319,00	4.070.292,00	6.327.168,00
Diferidos e intangibles	10	1.375.489,00	2.047.755,00	2.415.367,00
Otros Activos		19.437,00	16.832,00	11.220,00
Valorización de Activos	19	3.573.985,00	3.525.705,00	3.945.178,00
TOTAL ACTIVOS NO CORRIENTES		8.933.043,00	9.846.736,00	12.881.734,00
TOTAL ACTIVOS		10.266.716,00	11.631.718,00	15.167.099,00

PASIVO Y PATRIMONIO**PASIVOS CORRIENTE**

Obligaciones financieras	11	653.308,00	289.290,00	653.781,00
Bonos en circulación		77.200,00	192.575,00	191.400,00
Proveedores y cuentas por pagar	13	560.779,00	629.937,00	887.714,00
Impuestos, gravámenes y tasas	14	124.320,00	195.940,00	120.548,00
Obligaciones Laborales	16	51.106,00	69.347,00	87.768,00
Otros Pasivos	17	302.963,00	344.758,00	469.765,00
TOTAL PASIVOS CORRIENTES		1.769.676,00	1.721.847,00	2.410.976,00

PASIVO NO CORRIENTES

Obligaciones Financieras	11	369.717,00	222.158,00	1.655.715,00
Impuestos, gravámenes y tasas		30.745,00		
Obligaciones Laborales	16	255.627,00	242.455,00	227.060,00
Diferidos	15	38.166,00	38.189,00	103.463,00
Cuentas por Pagar	13	75.857,00	55.107,00	34.212,00
Bonos en Circulación	12	1.930.588,00	1.739.655,00	2.149.932,00
TOTAL PASIVO NO CORRIENTE		2.700.700,00	2.297.564,00	4.170.382,00

TOTAL PASIVO

4.470.376,00	4.019.411,00	6.581.358,00
---------------------	---------------------	---------------------

Interés minoritario

82.855,00

369.756,00

Patrimonio, Ver Estado Adjunto

18

5.713.485,00

7.242.551,00

8.585.741,00

TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO**10.266.716,00****11.631.718,00****15.167.099,00**

BALANCE PROYECTADO. Millones de Pesos ('000.000 COP)

Balance General (Millones de pesos colombianos)	2015	2016	2017	2018	2019
ACTIVOS					
ACTIVO CORRIENTES					
Disponible	412.014,54	485.121,64	571.200,73	672.553,54	791.890,20
Inversiones permanentes	175.240,00	175.240,00	175.240,00	175.240,00	175.240,00
Deudores neto	1.312.693,06	1.545.614,89	1.819.865,95	2.142.779,62	2.522.990,49
Inventario Neto	599.572,40	705.959,42	831.223,56	978.714,34	1.152.375,61
TOTAL ACTIVOS CORRIENTES	2.499.520,00	2.911.935,96	3.397.530,25	3.969.287,49	4.642.496,29
ACTIVOS NO CORRIENTES					
Deudores a largo plazo	22.077,00	12.270,00	7.684,00	-	
Inversiones permanentes	145.221,00	145.221,00	145.221,00	145.221,00	145.221,00
Propiedad, Planta y equipo	8.172.270,25	8.255.689,06	8.339.950,53	8.425.063,13	8.511.035,43
Diferidos e intangibles	2.047.755,00	2.047.755,00	2.047.755,00	2.047.755,00	2.047.755,00
Otros Activos	16.832,00	16.832,00	16.832,00	16.832,00	16.832,00
Valorización de Activos	3.525.705,00	3.525.705,00	3.525.705,00	3.525.705,00	3.525.705,00
TOTAL ACTIVOS NO CORRIENTES	13.929.860,25	14.003.472,06	14.083.147,53	14.160.576,13	14.246.548,43
TOTAL ACTIVOS	16.429.380,25	16.915.408,01	17.480.677,77	18.129.863,63	18.889.044,73

PASIVO Y PATRIMONIO**PASIVOS CORRIENTE**

Obligaciones financieras	653.781,00	653.781,00	653.781,00	653.781,00	653.781,00
Bonos en circulación	191.400,00	212.561,00	440.000,00	97.022,00	70.350,00
Proveedores y cuentas por pagar	964.206,32	1.135.293,32	1.336.737,67	1.573.925,95	1.853.200,47
Impuestos, gravámenes y tasas	552.322,30	663.769,96	812.294,76	976.184,62	965.005,49
Obligaciones Laborales	117.845,59	158.230,60	212.455,32	285.262,55	383.020,39
Otros Pasivos	323.268,00	323.268,00	323.268,00	323.268,00	323.268,00
TOTAL PASIVOS CORRIENTES	2.802.823,21	3.146.903,88	3.778.536,76	3.909.444,11	4.248.625,35

PASIVO NO CORRIENTES

Obligaciones Financieras	1.612.883,00	1.570.664,00	1.527.450,00	1.484.912,00	1.484.912,00
Obligaciones Laborales	187.866,00	187.866,00	187.866,00	187.866,00	187.866,00
Diferidos	38.177,50	38.177,50	38.177,50	38.177,50	38.177,50
Cuentas por Pagar	24.104,15	16.982,64	11.965,16	8.430,09	5.939,44
Bonos en Circulación	2.154.823,00	1.942.262,00	1.502.262,00	1.405.240,00	1.308.218,00
TOTAL PASIVO NO CORRIENTE	4.017.853,65	3.755.952,14	3.267.720,66	3.124.625,59	3.025.112,94

TOTAL PASIVO

TOTAL PASIVO	6.820.676,87	6.902.856,02	7.046.257,42	7.034.069,70	7.273.738,29
Patrimonio, Ver Estado Adjunto	9.608.703,38	10.012.551,99	10.434.420,35	11.095.793,93	11.615.306,44
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	16.429.380,25	16.915.408,01	17.480.677,77	18.129.863,63	18.889.044,73

Estado de Resultados Histórico	Notas	2011	2012	2013	2014
Ingresos operacionales		3.668.610,00	4.380.393,00	4.968.414,00	5.802.885,00
Costo de ventas		2.904.365,00	3.468.457,00	3.860.411,00	4.468.032,00
Utilidad bruta		764.245,00	911.936,00	1.108.003,00	1.334.853,00
Gastos operacionales					
Administración	21	282.230,00	327.095,00	327.155,00	449.955,00
Ventas	22	134.722,00	170.274,00	199.733,00	211.643,00
Total gastos operacionales		416.952,00	497.369,00	526.888,00	661.598,00
Utilidad antes del deterioro de activos		347.293,00	414.567,00	581.115,00	673.255,00
Deterioro de activos	10	74.460,00			
Utilidad operacional después de deterioro de activos		272.833,00	414.567,00	581.115,00	673.255,00
Otros ingresos (gastos) no operacionales					9.574,00
Ingresos financieros		18.785,00	35.512,00	26.360,00	27.828,00
Dividendo y participación recibidas		72.283,00	12.498,00	13.020,00	(188.559,00)

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la A. B. Freeman School of Business de Tulane University y se producen solo como parte de un programa educativo de la Escuela de Economía y Finanzas de la Universidad EAFIT. Los informes no son un consejo de inversión y no deben y ni pueden ampararse en ello para la toma de cualquier decisión de inversión. Usted debe consultar a un profesional de inversión o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

Gastos financieros		(195.963,00)	(223.942,00)	(162.454,00)	(188.559,00)
Diferencia de cambio	23	(15.848,00)	(1.160,00)	37.612,00	53.360,00
Otros ingresos	24	746.023,00	362.262,00	82.832,00	139.829,00
Otros gastos	25	(493.335,00)	(182.947,00)	(175.178,00)	(171.360,00)
Total ingresos (gastos) no operacionales		131.945,00	2.223,00	(177.808,00)	(129.328,00)
Utilidad antes de la provisión para impuestos sobre la renta		404.778,00	416.790,00	403.307,00	543.927,00
Provision para impuestos sobre la renta	14	25.024,00	17.083,00	211.684,00	193.528,00
Utilidad antes de intereses minoritario		379.754,00	399.707,00	191.623,00	350.399,00
Participación de intereses minoritarios en utilidades de compañía subordinadas		(9.780,00)	(12.088,00)	(7.913,00)	(58.584,00)
Utilidad neta consolidada		369.974,00	387.619,00	183.710,00	291.815,00
Utilidad neta por acción		321,20	336,60	117,56	211,42

Estado de Resultados Proyectado	2015	2016	2017	2018	2019
Ingresos operacionales	6.832.538,23	8.044.891,22	9.472.361,91	11.153.120,36	13.132.109,49
Costo de ventas	5.347.233,28	6.296.036,51	7.413.193,63	8.728.577,05	10.277.359,69
Utilidad bruta	1.485.304,94	1.748.854,72	2.059.168,28	2.424.543,30	2.854.749,80
Gastos operacionales					
Administración	514.788,80	606.131,98	713.682,92	840.317,50	989.421,89
Ventas	269.737,96	317.599,77	373.954,09	440.307,81	518.435,22
Total gastos operacionales	245.050,84	288.532,21	339.728,83	400.009,69	470.986,68
Utilidad Operacional	1.195.381,16	1.407.487,39	1.657.229,36	1.951.285,09	2.297.517,52
Otros ingresos (gastos) no operacionales	(190.637,80)	(197.557,96)	(204.432,97)	(211.240,59)	(211.240,59)
Utilidad antes de impuestos	1.004.743,36	1.209.929,43	1.452.796,39	1.740.044,50	2.086.276,93
Impuestos	552.322,30	663.769,96	812.294,76	976.184,62	965.005,49
Utilidad Neta	452.421,06	546.159,48	640.501,63	763.859,88	1.121.271,44

	2012	2013	2014
Utilidad operativa	414.567,00	581.115,00	673.255,00
<u>Impuestos aplicados</u>	<u>17.083,00</u>	<u>211.684,00</u>	<u>228.906,70</u>
UODI	397.484,00	369.431,00	444.348,30
<u>Depreciación</u>	<u>312.404,00</u>	<u>335.853,00</u>	<u>337.532,27</u>
FLUJO DE CAJA BRUTO	709.888,00	705.284,00	781.880,57
Incremento de KTNO	(112.273,00)	112.273,00	461.100,00
<u>Inversión en activos fijos</u>	<u>(397.818,00)</u>	<u>290.973,00</u>	<u>1.423.547,00</u>
FCL	1.219.979,00	302.038,00	(1.102.766,44)

	2015	2016	2017	2018	2019
Utilidad operativa	1.195.381,16	1.407.487,39	1.657.229,36	1.951.285,09	2.297.517,52
Impuestos aplicados	466.198,65	562.994,96	696.036,33	839.052,59	781.155,96
UODI	729.182,51	844.492,43	961.193,03	1.112.232,50	1.516.361,56
Depreciación	339.219,93	340.916,03	342.620,61	344.333,71	346.055,38
FLUJO DE CAJA BRUTO	1.068.402,43	1.185.408,46	1.303.813,64	1.456.566,21	1.862.416,94
Incremento de KTNO	40.475,67	241.328,97	284.149,93	334.568,98	393.934,28
Inversión en activos fijos	84.272,18	85.114,90	85.966,05	86.825,71	87.693,97
FCL	943.654,58	858.964,59	933.697,65	1.035.171,52	1.380.788,69

g	2%
VC	14.038.011,51
VP FCL	2.968.168,02
wacc	7,83%
Acciones en circulación	1.151.672.310,00
VP de los FCL período relevante	2.968.168,02
+ VP del período de continuidad	14.038.011,51
= VALOR DE LAS OPERACIONES	17.006.179,53
+ Activos no operativos	11.220,00
+ Exceso de efectivo	502.583,00
-Valor presente de los pasivos	6.581.358,00
= VALOR DEL PATRIMONIO	10.938.624,53
Valor del patrimonio en millones de pesos	10.938.624.528.041,40
Valor del precio del acción	9.500

ADVERTENCIA

Los Reportes Burkenroad de la Universidad EAFIT, de Medellín, Colombia, son análisis financieros de empresas cuyas acciones se cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia. Los informes son elaborados por alumnos de posgrado de la Escuela de Economía y Finanzas, bajo la supervisión de profesores de las áreas de Finanzas, Economía y Contabilidad de las Escuelas de Economía y Finanzas y de Administración de la mencionada universidad.

El Instituto Tecnológico y de Estudios Superiores de Monterrey (ITESM), el Instituto de Estudios Superiores de Administración de Venezuela (IESA), la Universidad de los Andes, de Bogotá, Colombia, la Universidad ICESI, de Cali, Colombia, la Escuela de Postgrado de Administración de Empresas de Ecuador (ESPAE), de Guayaquil, Ecuador, y la Universidad Francisco Marroquín, de Guatemala, junto con la A. B. Freeman School of Business de Tulane University, de New Orleans, Louisiana, Estados Unidos, realizan también el Proyecto Burkenroad en Latinoamérica.

Este proyecto recibe el apoyo del Fondo de Inversiones Multilaterales del Banco Interamericano de Desarrollo (BID).

Este programa enriquece el capital humano al brindar entrenamiento en técnicas de análisis financiero. A su vez, pretende facilitar el acceso de empresas a fuentes de financiamiento mediante el suministro de información financiera a inversionistas e instituciones del sector.

Los reportes preparados en el marco de este programa evalúan las condiciones financieras y las oportunidades de inversión en empresas. Los reportes financieros de empresas cuyas acciones se cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia se distribuyen a inversionistas nacionales y extranjeros a través de su publicación en nuestra página web y en la red Burkenroad Latinoamérica. También se distribuyen solo a empresas beneficiarias para su uso en futuras presentaciones privadas a instituciones financieras o inversionistas potenciales. Los planes de inversión y la situación financiera de las empresas analizadas se les presentan a la comunidad académica y a la financiera interesada en un Encuentro Semestral.

Para información adicional sobre el Proyecto Burkenroad de la Universidad EAFIT (Colombia), por favor visite una de las dos páginas web siguientes:

<http://www.eafit.edu.co/Burkenroad>

<http://www.latinburkenroad.com/>

Sandra C. Gaitán Riaño
sgaitanr@eafit.edu.co
Directora de Investigación
Reportes Burkenroad Colombia
Departamento de Finanzas
Universidad EAFIT
Medellín – Colombia – Suramérica
Tel (57) (4) 2619500, extensión 9585